

## O que mudou na determinação da TJLP?

No dia 16 de março de 2018, o Banco Central divulgou uma resolução (nº 4.645) que normatiza o cálculo da TJLP. O objetivo desta nota é discutir rapidamente quais são as principais características da nova metodologia. Além disso, busca-se quantificar a TJLP que teria vigorado no passado caso essa norma já estivesse anteriormente em vigor, bem como estimar a TJLP que deve vigorar no próximo trimestre de 2018 (período de abril a junho).

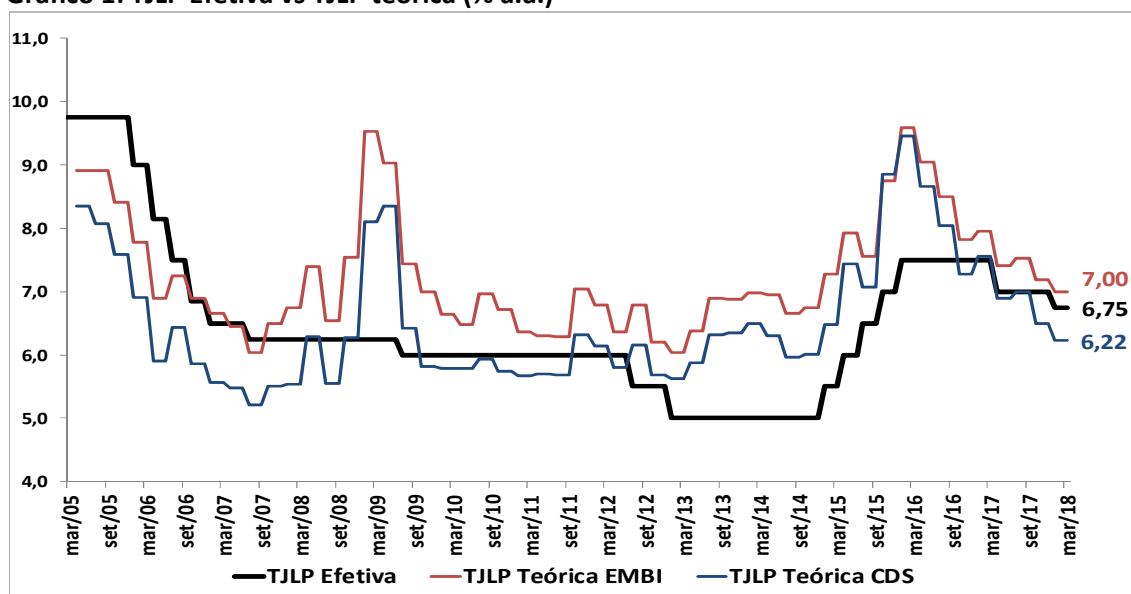
Desde 1º de outubro de 1999, de acordo com a Lei nº 9.365, a TJLP deveria ser calculada com base em dois parâmetros: (i) meta de inflação; (ii) prêmio de risco. No entanto, nunca foi apresentada uma definição precisa do que representaria o termo “prêmio de risco”.

$$TJLP_{teórica} = \left[ \left( 1 + \frac{\text{Meta de Inflação}}{100} \right) * \left( 1 + \frac{\text{Prêmio de Risco}}{100} \right) - 1 \right] * 100$$

Era usual entre analistas a interpretação de que prêmio de risco dizia respeito a uma medida de prêmio de risco-país, como o EMBI Brasil ou CDS Brasil. No entanto, a determinação efetiva da TJLP nunca esteve diretamente associada a estas medidas. Consequentemente, a TJLP efetiva frequentemente diferiu da suposta TJLP teórica.

O Gráfico 1 mostra que a TJLP efetiva era determinada de forma dissociada do que estipulava a Lei nº 9.365, quando considerados o EMBI ou o CDS Brasil como medidas de prêmio de risco.

**Gráfico 1: TJLP Efetiva vs TJLP teórica (% a.a.)**



Fonte: BNDES, LCA

### Primeira Mudança: definição do prêmio de risco

A nova Resolução do Banco Central (nº 4.645) define que **prêmio de risco deve ser entendido como uma média dos últimos 6 meses da parte real da NTN-B de 3 anos**. Além disso, estipula que **existem redutores** para este prêmio de risco **a depender de seu nível** se encontrar acima ou abaixo de 4%:

- Caso a média dos últimos 6 meses da parte real da NTN-B de 3 anos seja maior ou igual a 4%, reduz-se em 2% o valor do prêmio de risco.
- Caso a média dos últimos 6 meses da parte real da NTN-B seja inferior a 4%, o prêmio de risco deve ser dividido por 2.

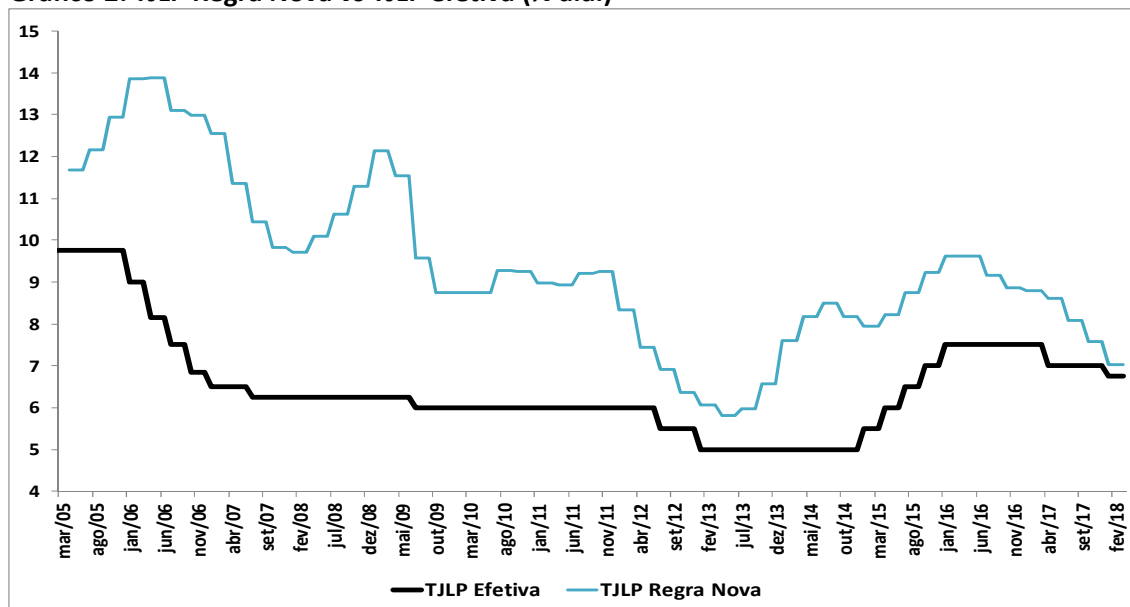
### Segunda Mudança: limite superior

A mesma Resolução do Banco Central definiu que quando a taxa Selic estiver em patamar maior ou igual a 8,5%, a TJLP passará a ter como limite superior a taxa Selic fixada na última reunião do Copom antes da determinação da TJLP (último dia útil de cada trimestre-calendário). Isso quer dizer que:

- Quando a Selic  $\geq 8,5\%$   $\rightarrow$  TJLP = mínimo {Selic, TJLP<sub>teórica</sub>}.

Consideradas estas mudanças, um exercício interessante consiste em verificar qual teria sido o patamar da TJLP no passado, caso a metodologia recém-definida pelo Banco Central já estivesse em vigor. O Gráfico 2 compara a TJLP que emana deste exercício com a TJLP que efetivamente vigorou nos últimos anos:

Gráfico 2: TJLP Regra Nova vs TJLP efetiva (% a.a.)

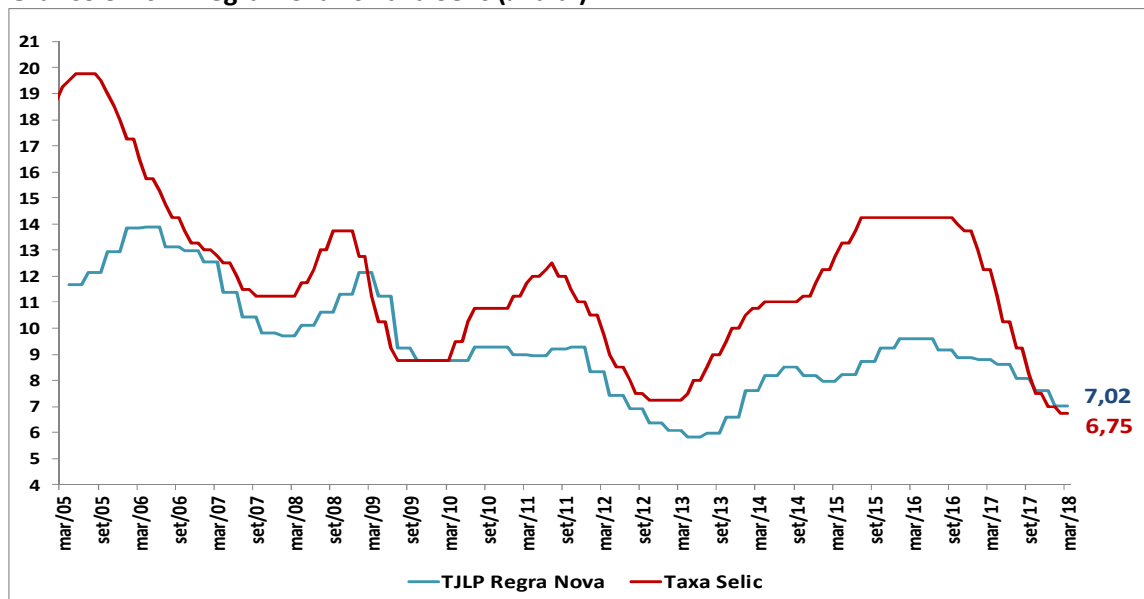


Fonte: BNDES

Como se nota, a nova regra implicaria uma TJLP bem superior à vigente no passado, caso a regra já estivesse em funcionamento desde 2005. Em algumas circunstâncias, a diferença entre as duas chega a ser superior a 6%.

Outro exercício consiste em comparar a TJLP que teria emanado da nova metodologia com a taxa Selic.

**Gráfico 3: TJLP Regra Nova vs Taxa Selic (% a.a.)**



O Gráfico 3 mostra duas coisas interessantes. Primeiro, que a nova metodologia de cálculo da TJLP segue comportamento próximo à Selic (correlação de 74%). Segundo, que não estão descartadas situações de TJLP temporariamente superiores à Selic. Isso pode acontecer, por exemplo, quando a política monetária se encontra em fases de afrouxamento intenso.

Com os dados disponíveis até o momento, calculamos qual seria a TJLP vigente para o próximo trimestre, calculada com base nas últimas observações da NTN-B de 3 anos (data de 16/03/2018). **O valor desse cálculo implica, atualmente, em uma TJLP de 6,59% para o segundo trimestre de 2018.** Dado que a taxa Selic deve sofrer nova redução na reunião do COPOM de março, para 6,5%, isso quer dizer que o movimento de TJLP superior à SELIC visto no final do Gráfico 3 deve ainda continuar no curto prazo.